A Emergência e Desenvolvimento global do *Corporate Governance*

CLÁUDIO FLORES*
ISCET

RESUMO

Os estudos mais recentes direcionados à análise das questões jurídicas integráveis no designado "*Corporate Governance movement*" vêm revelando alguma limitação no que concerne à contextualização das soluções regulatórias propostas e adoptadas face ao quadro geral dos fundamentos jurídico-históricos, económicos e éticos que nortearam o surgimento daquela corrente doutrinal. Assim, perante a urgência de soluções jurídicas para dar resposta a alguns problemas evidenciados pelas sucessivas crises empresariais, nem sempre se tem procedido à necessária ponderação entre as raízes históricas daquele movimento e as opções normativas seguidas. No sentido de colmatar essa lacuna e, desse modo, minimizar alguns dos riscos inerentes à intervenção estatal na atividade privada, procedemos a uma análise daquele tema, destacando os seus objetivos iniciais e os fundamentos para o seu estudo multidisciplinar.

PALAVRAS-CHAVE

Bom Governo Societário; História Empresarial; Direito Empresarial; Regulação Económica e Financeira; Ética Empresarial.

ABSTRACT

Despite its extensive international analysis, are still perceivable some limitations throughout the previous studies on the "Corporate Governance movement". Particularly, regarding the contextualization of the present regulatory options on that subject in the preceding juridical, historical, economical and ethical framework. For instance, through the (unavoidable) contrast between the American roots of that movement and the legal options followed by the European Union authorities as a response to the most recent economic crisis. Hence, we undertake a global and integrated approach to the above-mentioned topic, having into consideration its initial goals and the reasons behind its multidisciplinary approach.

* Doutor em Direito pela Universidade de Salamanca; Docente do Instituto Superior de Ciências Empresariais (ISCET). O autor deseja expressar o seu agradecimento ao Doutor Adalberto Dias de Carvalho, ao Doutor Fernando Carbajo Cascón e à Doutora Marta Lima pela sua valiosa contribuição, em distintos momentos da concretização do presente estudo. cflores@iscet.pt.

KEYWORDS

Corporate Governance; Corporate History; Business Law; Economic and Financial Regulation; Business Ethics.

INTRODUÇÃO

"*As crises costumam ser fecundas para o direito Societário…*".
(Coutinho de Abreu, 2010)

Uma das áreas jurídicas onde melhor se pode observar a necessidade de realização de uma abordagem científica não apenas interdisciplinar, mas, sobretudo, multidisciplinar, é ao nível da legislação dirigida à regulação das atividades das empresas privadas e dos agentes que com estas se relacionam economicamente. Em virtude disto, o Direito Empresarial, além de se apresentar, como uma disciplina autónoma do Direito Civil comum, vem ainda posicionando-se, cada vez mais, fora do quadro legal do Direito Privado. Esta circunstância deve-se, em particular, à ampliação das finalidades que vêm justificando a regulação da atividade empresarial, nomeadamente, a proteção de interesses como a estabilidade e crescimento económico dos Estados, o equilíbrio e bem-estar social ou a proteção dos recursos ambientais. Estes objetivos, enquadráveis na ideia de "sustentabilidade" (uma das metas centrais perseguidas nos Objetivos estabelecidos pelas Nações Unidas[1]) vão, claramente, muito para além da tradicional concepção de Direito Comercial e Societário, como essa parte dos ordenamentos jurídicos preocupada, sobretudo, com a regulação das situações e relações jurídico-privadas de carácter mercantil[2].

No cenário internacional, esta ambiciosa tendência da regulação empresarial, vem sendo especialmente perceptível em matérias relacionadas com o (já longo) processo orientado a dotar as empresas (em especial as de maior dimensão e com participação em mercados de valores)

de modelos de funcionamento, de controlo e de atuação assentes nas ideias de ética negocial, proteção dos investidores e prevenção de situações de crise, nomeadamente, ao nível da designada "Boa Governação das Sociedades Comerciais", a qual vem sendo consensualmente apelidada, a nível internacional, pela expressão anglo-saxónica – "Corporate Governance"[3].

De facto, como veremos, as crises empresariais, desde sempre, têm vindo a motivar a intervenção pública nos mercados, mas nunca como nos últimos anos, se assistiu a uma tão grande transposição para o âmbito do Direito Empresarial de normas que antes apenas se encontravam no plano ético e dos usos e costumes de algumas profissões relacionadas com o comércio (como os contabilistas e auditores ou as agências de notação financeira), ou em codificações de caráter nem sempre imperativo (*maxime*, nos códigos de *Corporate Governance*), no quadro da apelidada *soft law*.

Uma análise integrada impõe-se, especialmente, perante a intensa atividade legislativa que se tem seguido aos múltiplos escândalos empresariais e, mais recentemente, à crise financeira e económica mundial iniciada em 2007/08. De facto, sem uma cuidada contextualização da evolução normativa recente no quadro histórico-económico-mercantil internacional, não é possível avaliar adequadamente, os potenciais benefícios para a Sociedade em geral e para a economia em particular dessa maior participação dos Estados na atividade comercial.

De facto, a verificação de sucessivos "escândalos" financeiros empresariais e das crises económicas que tendem a seguir-se aos mesmos, têm vindo a servir como demonstração empírica da incapacidade dos mercados e dos agentes económicos de *per si* prevenirem (pela via da autorregulação) e responderem adequadamente a práticas e condutas empresariais contrárias aos interesses dos investidores e da economia em geral.

Esta persistente realidade tem vindo a motivar uma cada vez maior intervenção legislativa global na atividade empresarial mediante a imposição de normas tendencialmente limitadoras da autonomia da vontade, nomeadamente, criando limites à liberdade de modelação contratual no âmbito da atividade privada[4].

No plano científico, a globalização económica, o exponencial desenvolvimento das multinacionais norte-americanas e o impacto das crises empresariais ocorridas naquele país ao longo de todo o século XX e início do presente na economia internacional, tiveram como consequência que os estudos económicos e jurídicos aí realizados em matéria de *Corporate Governance* e os desenvolvimentos normativos derivados dos mesmos, passassem a revestir especial primazia científica, apresentando-se, ainda hoje, como referência incontornável, à qual não poderíamos ficar indiferentes. Muito em especial, aliás, porque esta influência norte-americana vem sendo bastante perceptível ao nível das opções legislativas que foram sendo seguidas na Europa em matérias de *Corporate Governance*.

1. CRISES E REFORMAS: A EMERGÊNCIA DO MOVIMENTO DE *CORPORATE GOVERNANCE*

No início do século XX, as, ainda inovadoras na altura, sociedades comerciais com responsabilidade limitada dos sócios, com o capital dividido em ações negociadas em mercados de capitais, tornaram-se bastante populares nos Estados Unidos da América, onde viriam a adquirir um desenvolvimento e uma forma de organização bastante diferente da Europa[5]. A principal característica distintiva destas novas estruturas nos EUA residia no fato de a propriedade das mesmas se encontrar distribuída por inúmeros acionistas que delegavam as tarefas de gestão diária da sociedade a gestores profissionais. Além disso, a expetativa deste novo tipo de acionistas-investidores, não era já, apenas, a obtenção dos lucros e dividendos próprios da atividade empresarial concreta, mas também e em grande medida, a obtenção de aumentos patrimoniais resultantes da transação das suas ações nos mercados de capitais[6]. Assim, a enorme dimensão do mercado norte-americano, associada às poucas restrições internas ao tráfego económico, facilitaram um desenvolvimento industrial de enorme escala e o surgimento de um elevado número de sociedades de grande dimensão, com ações cotadas, que rapidamente viriam a ganhar o controlo sobre os mercados internacionais, um

fenómeno que marcaria o início do designado *corporate capitalism*[7].

Na Europa continental, por outro lado, o desenvolvimento empresarial do início do século XX ficaria marcado por tensões políticas, bem ilustradas pela I Grande Guerra, que deram origem a uma forte participação dos Estados (e dos bancos públicos[8]) no capital das maiores empresas, com o objetivo de limitar o poder dos acionistas estrangeiros ("*Überfremdung*" – medo de controlo estrangeiro). Além dos factores políticos, a cultura empresarial das grandes sociedades comerciais europeias sempre ficou marcada por uma tendência protecionista relativamente ao controlo societário, promovendo-se ativamente (nomeadamente através da inclusão de cláusulas oligárquicas nos pactos sociais) que as tarefas de gestão fossem assumidas e exercidas por pessoas ligadas às famílias dos sócios fundadores (Frentrop, 2003: 223).

Fator comum à Europa e aos EUA era, no entanto, a pouca preparação da grande maioria dos numerosos pequenos investidores para exercerem uma supervisão eficaz da atividade dos gestores. Para aqueles, contando que as ações continuassem a valorizar-se, a forma como a sociedade estaria a ser governada constituía frequentemente um fator secundário de preocupação. Uma atitude, perceptível, desde logo, no abstencionismo dos acionistas ao nível da participação nas assembleias gerais, algo que facilitava bastante aos administradores e aos acionistas com posições de controlo a persecução dos seus interesses (estivessem estes alinhados, ou não, com os interesses da sociedade). A esta situação juntava-se, ainda, a criação de limitações estatutárias à participação dos pequenos acionistas, inclusivamente em matéria de nomeação dos administradores e a escassez dos mecanismos legais de controlo da transparência da informação financeira (*Ibidem*: 230-236).

Foi neste contexto que, em 1929, a bolsa de Nova Iorque assistiu ao primeiro grande "*crash*" com consequências globais, ao qual se seguiu um período de "grande depressão" económica ao longo dos anos 30 do século passado. Essa crise viria a servir de base de análise empírica a um vasto estudo desenvolvido entre o jurista da Universidade de Columbia Adolf Berle e o economista da Universidade de Harvard Gardiner C. Means, que se consubstanciou na célebre obra *The Modern Corporation and Private Property* onde se procedeu à identificação dos problemas derivados da separação entre a propriedade e a gestão das grandes sociedades cotadas norte-americanas do início do Século XX (Berle e Means, 1932: Preface viii, 309-310, 322-323). Observaram aqueles autores que, na *Modern Corporation*, a divisão das funções que tradicionalmente estavam atribuídas aos proprietários tinha originado a formação de dois novos grupos: o dos proprietários que não possuíam um controlo expressivo da empresa e o dos proprietários que, tendo o controlo, não tinham uma propriedade expressiva (*Ibidem*: 121). A separação entre a propriedade e a gestão das sociedades cotizadas seria, deste modo, susceptível de causar um dos principais problemas a que o atual Direito Empresarial continua a tentar dar resposta adequada – a divergência entre o interesse dos proprietários e os interesses pessoais daqueles que têm o controlo da empresa[9]. Verificou-se ainda que, nestas novas estruturas empresariais, o voto de cada acionista individual tinha ido perdendo peso à medida que o número de acionistas da sociedade foi crescendo, até tornar-se quase irrelevante. Assim, neste tipo de organizações, se por um lado o controlo efetivo estava nas mãos dos gestores, por outro, os proprietários tendiam a adotar uma atitude passiva sobre os destinos da sociedade. A monitorização da atividade dos gestores ficava a cargo de um número restrito de acionistas e de alguns dos elementos do conselho de Administração[10]. Berle e Means (1932: 355-356) concluíram afirmando que aqueles proprietários, ao cederem o direito de controlo, cederam também e em simultâneo, o direito de a que as suas sociedades fossem conduzidas no seu estrito interesse. Além disso, ainda segundo os mesmos autores, o Estado passou também a estar legitimado para exigir que as novas estruturas empresariais servissem não apenas os interesses dos proprietários, mas também os interesses da Economia do país[11].

De facto, a pressão pública generalizada, derivada da crise económica, no sentido de reformar a legislação de mercado de valores norte-americana resultou em que muitas das propostas apresentadas na referida obra viessem a ser acolhidas pelo *Securities Act* de 1933 (Lei de regulação da emissão de valores mobiliários), pela qual

seria criada a *Securities and Exchange Commission* (SEC) – uma nova entidade administrativa incumbida de supervisionar os mercados de valores e os seus intervenientes, com poderes para atuar disciplinarmente contra as infracções legais naquela área das relações comerciais privadas (Ketz, 2003: 175; Allen & McDermott, 1993: 69)[12]. Um ano depois desta legislação, seria ainda aprovado o *Securities Exchange Act* de 1934 (Lei de regulação do mercado secundário de valores). Os principais objetivos destes diplomas foram, por um lado, garantir a adequada informação aos investidores sobre as sociedades cotadas e, por outro, proibir falsidades, distorções ou fraudes nos mercados de valores[13].

No entanto, poucos anos passados sobre a adoção destas reformas legislativas, em 1938, voltaria a conhecer-se outra fraude de grandes dimensões, também nos EUA, envolvendo a sociedade, *McKesson & Robbins*, inc[14], num caso que colocaria em evidência a insuficiência das técnicas de auditoria da época para a detecção de situações como a verificada. Uma vez mais, seguiram-se reformas legislativas e regulatórias, que pela sua importância, permitiram a COFFEE classificar aquele como um dos escândalos empresariais que mais influenciaram a prática e a regulação da auditoria e o surgimento do movimento de *Corporate Governance* (Coffee Jr., 2006: 139-140).

Durante as décadas de sessenta e setenta do século XX, diversos outros escândalos empresariais[15] voltariam a afetar os mercados de capitais, pondo em causa a capacidade dos mecanismos de fiscalização societária para detetar e prevenir o enorme número de práticas de manipulação contabilística ocorridos (Allen & McDermott, 1993: 172)[16]. Foi neste contexto que Jensen e Meckling (1976: 305-360)[17], tomando como base, nomeadamente, os referidos estudos de Berle e Means, vieram realçar a importância de reduzir aquilo que chamariam "custos de agência" (*agency costs*)[18].

Aquelas obras seminais seriam a base de toda uma corrente doutrinal, que começou a desenvolver-se a partir de meados da década de setenta, pela qual se rejeitavam várias das teorias económicas dominantes na altura, nomeadamente as que defendiam a racionalidade dos comportamentos dos agentes de mercado, a livre concorrência e a simetria da informação entre os agentes económicos, por considerarem que as mesmas não correspondiam à realidade do funcionamento dos mercados de capitais[19]. Diversos estudos apresentados nesta época vieram, pelo contrário, afirmar que os agentes económicos atuam, frequentemente, de forma irracional, que a concorrência é muitas vezes distorcida e a informação entre os intervenientes nos mercados de capitais tende a ser assimétrica (Gilson & Krakmann, 2006: 32-36). Estas conclusões na área das ciências económicas viriam, uma vez mais, a provocar o surgimento de novas soluções legislativas direcionadas a corrigir os múltiplos problemas identificados, em particular ao nível da governação das sociedades cotadas, nomeadamente com vista à redução dos referidos custos de agência, ao aumento do valor do capital investido e à proteção dos acionistas. Começaram, assim, a ser propostos novos modelos legais de organização das sociedades de maior dimensão, novas formas de relacionamento entre os diversos órgãos societários, novos sistemas para prevenção de comportamentos desviados (como o *insider trading*, a fraude ou a corrupção no âmbito privado)[20], novos mecanismos de mitigação dos conflitos de interesse dos gestores, a promover-se o desenvolvimento sustentado das sociedades, uma mais ativa participação dos acionistas minoritários e uma maior qualidade no controlo da informação financeira e não financeira transmitida aos *shareholders* e *stakeholders*. É precisamente neste contexto que a expressão "*Corporate Governance*" surge pela primeira vez e começa a ser utilizada com o significado atual[21].

1.1. Clarificação da noção de *Corporate Governance*

Este desenvolvimento natural e a autonomização dogmática destes mecanismos e políticas legislativas orientados ao bom governo das sociedades comerciais, permitiu que, sobretudo a nível doutrinal, se começassem a apresentar diversas definições com vista a tornar mais clara a autonomia desta disciplina que, pelas raízes históricas apontadas, se encontra numa zona de confluência entre, sobretudo, as ciências económicas e jurídicas. Várias têm vindo a ser as noções de *Corporate Governance* apesentadas. Desde logo, no documento que serviu

de ponte daquele movimento para o continente europeu, o *Cadbury Report* de 1992, o *Corporate Governance* surgia definido como o "sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas" (Report of the Committee on the Financial Aspects of *Corporate Governance*, 1992)[22]. Para a OCDE, o *Corporate Governance* "envolve um conjunto de relações entre os órgãos de gestão de uma empresa, o seu conselho de administração, os seus acionistas e *stakeholders*. O governo das sociedades fornece também a estrutura através da qual os objetivos da empresa são definidos e se determina os meios para alcançar esses objetivos e para monitorizar o desempenho" (OCDE, 2015). Numa perspectiva mais ampla (mas bastante visual), La Porta et al. (2000) definia *Corporate Governance* como um conjunto de mecanismos mediante os quais os investidores externos se protegem contra a expropriação por parte dos que estão dentro da empresa[23]. Na mesma linha, Shleifer e Vishny (1997) afirmavam que o *Corporate Governance* diz respeito às formas pelas quais os provedores de financiamento das empresas asseguram o retorno do seu investimento[24].

Entendemos que, independentemente da noção, haverá que ter presente, antes de mais, que não se trata este de um conceito estanque, mas com uma tendência evolutiva, em função das necessidades dos mercados e da economia em geral (Tamaki, 2015)[25]. Além disso, subjacente à noção de *Corporate Governance* está a ideia de "melhoria contínua", uma perspectiva ideal do funcionamento do sistema mercantil que se foi construindo e renovando ao longo de décadas, fruto de concepções doutrinárias, mas fortemente marcada por fatores relacionados com o desenvolvimento económico-tecnológico (Clarke, 2004: 2), factores de natureza política e de política empresarial e fatores relacionados com a reação político-legislativa aos escândalos corporativos[26]. Reconhecendo a natureza flexível deste conceito, entendemos, assim, que o conceito de *Corporate Governance* abrange o complexo de mecanismos, recomendações, estudos, normas voluntárias e imperativas, orientado à proteção dos interesses dos *shareholders* e *stakeholders*, e à promoção de condutas eticamente corretas por parte dos agentes de mercado (quer atuando de forma singular, quer como pessoas coletivas dotadas de personalidade jurídica)[27]. Pensamos que, com esta noção, se dá o necessário destaque às ideias subjacentes ao conceito, nomeadamente a ideia de "melhorar" (*e.g.*, melhorar os controlos, melhorar a qualidade da informação, melhorar o funcionamento) assente sobre princípios (*e.g.*, o de transparência da informação societária), os quais, em alguns casos, vieram consubstanciar-se em normas jurídicas imperativas e que, noutros casos, continuaram como meras recomendações ou determinações de objetivos genéricos que indicam a direção a seguir.

2. OS CÓDIGOS DE *CORPORATE GOVERNANCE*

O movimento de *Corporate Governance* tem vindo a manifestar-se, desde as suas origens, na criação de códigos ou compilações organizadas de princípios e recomendações de seguimento voluntário por parte das empresas de maior dimensão. Estes instrumentos apresentam-se, ainda na atualidade, como documentos incontornáveis para perceber a origem e os objetivos das mais recentes reformas legislativas em matérias relacionadas com o governo das sociedades comerciais. Para além desta importância para a interpretação histórica e contextualização da atual legislação em matérias de Direito Empresarial, estes códigos são especialmente relevantes enquanto guias de orientação e demarcação para futuras reformas, pela função que têm vindo a assumir enquanto mecanismos de transição informal para muitas das medidas imperativas que vêm sendo adotadas no âmbito do *Corporate Governance*, contribuindo, nesse sentido, para suavizar os efeitos da intervenção pública na atividade económica dos particulares e das empresas.

Com a crescente regulação legal das matérias que antes se encontravam apenas no domínio da autorregulação, estes códigos assumem, ainda nos dias de hoje, a importante função de auxílio à implementação e clarificação da legislação adotada, em moldes muito semelhantes aos realizados por um qualquer regulamento legal.

Perante isto, continua a ser imprescindível que, tanto a doutrina como os legisladores, continuem a manter uma permanente atenção tanto às soluções propostas por estes códigos como ao seu nível de implementação e seguimento

por parte das empresas e dos operadores de mercado em geral. São, pois, particularmente relevantes, aquelas disposições contidas nos códigos que ainda não foram recebidas pelo ordenamento jurídico, pois serão essas as que devem ser devidamente ponderadas, relativamente à necessidade, ou não, de as incluir no quadro jurídico-mercantil.

Os primeiros códigos deste tipo surgiram, uma vez mais, nos EUA, em resposta a uma série de fusões e aquisições hostis (*hostile takeovers*) ocorridas ao longo da década de 60. A sua implementação e seguimento seriam fortemente impulsionados pelos sucessivos escândalos financeiros e pela permanente ameaça, por parte da entidade pública de supervisão (*Securities and Exchange Commission*), de impor normas mais exigentes às sociedades cotadas (Ferris, 2008).

O carácter voluntário destes códigos e a ideia de integrar princípios de ética no comportamento empresarial tornou-os bastante apelativos às correntes políticas e doutrinárias daquela época, especialmente favoráveis ao liberalismo económico e à autorregulação (Sigler & Murphy, 1991: 6). Numa fase inicial, considerava-se que a eficácia destes instrumentos seria conseguida pela criação de incentivos assentes, sobretudo, na remoção de determinadas exigências legais para as empresas que com eles cumprissem e, em simultâneo, impondo deveres mais estritos para os incumpridores (um sistema que, mais tarde, se passaria a designar doutrinalmente por *soft law*).

A tendência codificadora desta época nos EUA, teria a sua máxima expressão nos *Principles of Corporate Governance: Analysis and recommendations* do *American Law Institute* (ALI)[28], resultantes de um projeto iniciado em 1977, sob a direção de Herbert Wechsler, da *Columbia Law School*. Ao longo da elaboração desse projeto foram sendo apresentadas várias versões provisórias até à aprovação definitiva, em 13 de maio de 1992[29]. O objetivo foi, desde o início, criar um conjunto de recomendações que posteriormente pudessem ser utilizadas como referência pelas empresas, pelo sistema judicial e pelos legisladores (Thompson Jr., 1996: 170 e ss).

2.1. A Transposição do *Corporate Governance* para a Europa. O Cadbury Report e o mecanismo de *comply or explain*

A expansão do movimento de *Corporate Governance* dos EUA para a Europa teve como porta de entrada o Reino Unido, no início dos anos noventa, e operar-se-ia através de um método inspirado nos códigos de *Corporate Governance* norte-americanos.

Também no Reino Unido diversos escândalos financeiros (*e.g.*, o do *Coloroll Group* y de *Polly Peck* – Mallin, 2007: 27-28) tinham gerado um clima de desconfiança generalizada junto dos investidores e motivado exigências de maior rigor na administração das sociedades e, em especial, uma maior transparência na informação financeira, criando um contexto bastante propício à recepção das novas teorias de *Corporate Governance* que chegavam do outro lado do Atlântico. Dessa forma, as principais entidades britânicas com responsabilidades na área da supervisão e regulação dos mercados, o *Financial Reporting Council* (FRC), o *London Stock Exchange* e as associações representativas da profissão de auditoria constituíram, em maio de 1991, uma comissão de especialistas, presidida por Adrian Cadbury, para estudar os aspectos de natureza financeira mais problemáticos das sociedades cotizadas. No entanto, enquanto decorriam os trabalhos, o conhecimento de outros importantes escândalos financeiros (*BCCI y Maxwell*) fariam com que aquela comissão ampliasse os seus estudos a outros aspectos relacionados com o *Corporate Governance*, para além dos estritamente financeiros. Os resultados desta comissão seriam apresentados em dezembro de 1992 no "Cadbury Report". As recomendações feitas neste (sumarizadas ao final no "*Code of Best Practice*") dizem respeito sobretudo aos sistemas de funcionamento e composição do conselho de administração e aos comités nele integrados, à remuneração dos administradores e aos sistemas de divulgação da informação financeira. Uma parte substancial do Relatório Cadbury seria dedicada à auditoria, já aí considerada como "um dos pilares do *Corporate Governance*" [30]. A comissão que elaborou este relatório considerou, desde logo, que não seria necessário conferir imperatividade às recomendações. No entanto, no seguimento daquele, o *London Stock Exchange* procedeu à alteração

das regras para cotização em bolsa (*listing rules*), passando a exigir que as sociedades cotadas declarassem nos seus relatórios anuais se tinham seguido as recomendações do *Code of Best Practice*, caso contrário, os motivos para o não seguimento, dando assim origem ao célebre modelo de "*comply or explain*" (cumprir ou justificar)[31]. É interessante verificar que o atual código de *Corporate Governance* britânico (de 2016) (Financial Reporting Council, 2016) continua fiel ao conceito original de *Corporate Governance* apresentado no *Cadbury Report* e a usar o mecanismo de "*comply or explain*" como método preferencial para incentivar o seu cumprimento[32].

Ao Relatório Cadbury seguiram-se, ainda no Reino Unido, vários outros relatórios, centrados sobre áreas mais específicas do *Corporate Governance*, intercalados por códigos de unificação das várias recomendações (*Combined Codes*). Mas aquela versão inicial influenciaria decisivamente todos os códigos do mesmo género que a ele se seguiram e foram sendo adoptados nos restantes países da Europa Continental.

2.2. Os Princípios de *Corporate Governance* da OCDE

Uma importante contribuição para a harmonização do *Corporate Governance* mundial tem vindo a ser dada pela OCDE, através dos seus estudos, mas sobretudo dos *Principles of Corporate Governance*, apresentados pela primeira vez em 1999. Apesar da sua natureza não imperativa, os Princípios da OCDE têm vindo a influenciar os códigos de *Corporate Governance* e os desenvolvimentos normativos mundiais nesta área. Atualmente, organismos como o Banco Mundial servem-se dos Princípios da OCDE e das metodologias de avaliação dos mesmos para realizarem avaliações às estruturas institucionais e às práticas de *Corporate Governance* implementadas nos diversos Estados. Estas avaliações servem para, por exemplo, ajudar a planear estratégias de apoio técnico e a desenvolver mecanismos de *Corporate Governance* em países específicos (Mallin, 2007: 39).

A grande aceitação que têm vindo a merecer estes Princípios resulta, sobretudo, da natureza supranacional da OCDE e de ter contado com a colaboração dos governos de diversos estados-membros desta organização, de elementos do sector privado e de diversas outras organizações internacionais, como o Banco Mundial. A primeira revisão destes princípios realizou-se em 2004 e, mais recentemente, em 2015 foi publicada uma nova versão (OCDE, 2015).

Além dos "*Principles*", em 2006, a OCDE publicou também um guia pelo qual apresentou um método de avaliação qualitativa da implementação dos Princípios nas diversas jurisdições (*Methodology for Assessing Implementation of the OECD Principles on Corporate Governance* – OCDE, 2006).

Reconhecendo a existência de diversas tradições jurídicas e sistemas jurídicos bastante distintos dentro dos estados membros desta organização e da consequente necessidade de adaptação dos princípios à realidade de cada país, preconizou-se uma avaliação centrada sobretudo nos resultados alcançados com a implementação dos princípios e na "equivalência funcional" das medidas adotadas independentemente dos meios. Com este guia, a OCDE pretendeu, assim, deixar mais explícito cada um dos *Principles*, reforçando a importância da substância das medidas adoptadas relativamente à forma das mesmas (*Ibidem*: 9).

Entretanto, após a mais recente crise económica de 2007-08, num estudo divulgado em três fases pela OCDE[33], foram identificadas importantes debilidades ao nível do *Corporate Governance*, sobretudo nos aspetos relacionados com a remuneração dos administradores, a gestão de risco, as práticas da administração e dos direitos dos acionistas. A última revisão destes Princípios, integrando as conclusões desse estudo, teve assim como objetivo corrigir as deficiências encontradas, de forma a restaurar a confiança nos mercados de capitais. Nesta nova versão, a OCDE (2015) optou por integrar diretamente no texto dos Princípios muitos dos procedimentos que antes se encontravam no referido guia de avaliação de 2006. Aprofundou, assim, o conteúdo dos Princípios de 2006 e, simultaneamente, introduziu algumas alterações, sobretudo nos temas da: (1) gestão de risco, em que se recomenda a adoção de sistemas que permitam aos administradores independentes um acesso atempado à informação relevante; (2) das transações com partes relacionadas, em que recomenda, entre

outras medidas, a aprovação destas transações por comités constituídos por administradores independentes (seguindo o exemplo de Itália); (3) dos intermediários financeiros (investidores institucionais, *proxy advisors*, analistas, corretores, agências de notação e todos os que prestem algum tipo de assessoria relevante para os investidores), em que se propõe a criação de incentivos para que os interesses dos vários participantes da cadeia de investimento se alinhem de fomentar o investimento a longo-prazo)[34].

2.3. Eficácia e problemas dos códigos de *Corporate Governance*

A eficácia destes códigos na melhoria efetiva do *Corporate Governance* foi, desde sempre, questionada, sobretudo pelo tendencial carácter facultativo do seu cumprimento. Igualmente a natureza destes códigos (autorregulação/regulação privada/regulamentos) foi desde sempre debatida, surgindo inclusive muitas dúvidas quanto à constitucionalidade das normas jurídicas que para eles remetiam (Plessis, Großfeld & Luttermann, 2007: 32). No entanto, hoje em dia, estes códigos apresentam-se revestidos de reconhecimento legal generalizado.

Além disso, tem vindo a ser cada vez mais frequente encontrar recomendações contidas nestes códigos a transformarem-se em normas jurídicas imperativas, o que obriga a estar atento às novas disposições que venham sendo introduzidas nestes códigos e aos níveis de receptividade e seguimento das medidas por parte dos operadores de mercado de forma a garantir uma maior viabilidade e eficácia das medidas que venham a adquirir imperatividade. A adesão a estes códigos é hoje observada como um elemento essencial para uma boa reputação empresarial e, por isso, um factor adicional que contribui para a valorização do capital investido pelos acionistas, reduzindo desse modo o custo do capital.

Em todo o caso, entendemos fulcral que a natureza, nível de exigência de cumprimento e as sanções eventualmente aplicáveis estejam sempre devidamente clarificadas nos textos legais que a eles se referem. Caso contrário estes códigos podem contribuir para a formação de expectativas falsas entre os acionistas, investidores e demais agentes económicos[35].

3. OS GRANDES ESCÂNDALOS EMPRESARIAS DESTE SÉCULO

3.1. O caso Enron

Os grandes escândalos empresariais ocorridos no início deste século, em particular o que envolveu a Enron[36] (mas também o de outras multinacionais como a WorldCom, Tyco, Global Crossing, Xerox e mais tarde na Europa, a Parmalat), vieram uma vez mais revelar importantes fragilidades, em particular nos mecanismos de controlo da informação financeira empresarial (Coffee Jr., 2004: 303).

A propósito daquele caso, Hopt (2003: 221-268) fala num "tempo antes e depois da Enron", para salientar as importantes reformas legislativas que vieram a ter lugar impulsionadas pelo impacto que aquele escândalo teve nos mercados de capitais[37]. Reformas estas que continuam a constituir o núcleo da vigente legislação no âmbito da *Corporate Governance*. Apesar de não ter sido uma situação particularmente distinta das muitas outras verificadas ao longo de todo o século XX, o escândalo Enron surgiu já num momento histórico posterior à revolução tecnológica, marcada pela internet e consequente globalização do acesso à informação, o que potenciou o impacto deste caso nos mercados de capitais de todo o Mundo, ao qual não ficaram indiferentes os governos mundiais nem as instituições europeias. A falência da Enron foi especialmente influente ao nível da auditoria por ter sido na sequência desta que ocorreria o desmembramento da Arthur Andersen, uma das maiores redes mundiais de auditoria e consultoria da história.

Assim, pois, na "era digital", os efeitos ao nível da reputação tanto dos auditores como das empresas envolvidas em escândalos são naturalmente exponenciados pelo rápido acesso do público à informação. O mesmo se verifica com a ação ou inação dos governos dos Estados no sentido de corrigir, prevenir e sancionar as condutas irregulares ou ilícitas dos agentes económicos que prejudiquem os interesses dos diversos *stakeholders*, que fica agora bastante mais sujeita ao escrutínio popular e à consequente responsabilização política.

Neste sentido, o caso Enron veio pressionar, como nunca até essa data, os governos mundiais para passa-

rem para o âmbito da regulação imperativa muitas das questões que até aí estavam apenas sob o domínio da autorregulação do mercado[38], tanto em temas relacionados com o funcionamento das sociedades cotadas de uma forma geral, como no tema da auditoria em particular[39].

Independentemente da extensa ponderação e identificação das causas que contribuíram para o escândalo Enron[40], parece-nos especialmente importante realçar, no contexto do presente estudo, a observação feita por DEAKIN e KONZELMANN, de acordo com os quais este caso mostrou definitivamente a necessidade de abandono de uma concepção estrita de *Corporate Governance*, que privilegiava sobretudo o tratamento das relações entre administradores, conselho de administração e acionistas, para se incorporar definitivamente e de forma séria naquele movimento os mecanismos de controlo da informação empresarial, nomeadamente a auditoria externa[41].

3.2. A crise de 2007/08 e as reformas

O mais recente movimento reformista da legislação do *Corporate Governance* surgiu, uma vez mais, em resposta a uma série de grandes escândalos empresariais que marcaram a crise económica e financeira iniciada entre 2007 e 2008.

A crise começou a anunciar-se ainda em 2007 no sector imobiliário nos Estados Unidos, mas foi o colapso, em 15 de Setembro de 2008, do banco de investimento Lehman Brothers, naquela que seria a maior falência da história, que pôs a descoberto todas as debilidades do sistema financeiro e económico internacional. No seguimento daquela, muitas outras falências vieram a ocorrer, afetando em especial empresas do sector financeiro[42], mas que teriam repercussões nos mais distintos sectores da atividade económica.

A dimensão desta crise e o seu impacto na economia mundial, à semelhança da Enron, voltou a desencadear toda uma nova corrente reformista por parte de governos e organizações internacionais, como a UE, a OCDE[43] e o Banco Mundial, no sentido de minimizar os danos ocorridos e restabelecer a confiança nos mercados de capitais.

Ao nível da UE, para além da adoção de uma série de reformas nos primeiros anos que se seguiram ao início da crise, dirigidas especialmente ao sector financeiro, a Comissão viria a apresentar, em Dezembro de 2012, um novo *Action Plan* para as áreas do Direito das Sociedades e da *Corporate Governance* (EUR-Lex, 2012), contendo dezasseis objetivos distintos que se pretende que venham a ser alcançados sucessivamente através tanto de Diretivas e Regulamentos, como de instrumentos de carácter não imperativo[44].

CONCLUSÕES

Através da análise do nosso estudo conseguimos, não apenas perceber o enquadramento histórico-legislativo do *Corporate Governance*, com base no estudo aprofundado das origens deste movimento, mas ainda demonstrar a necessidade de conjugação das observações e conclusões de diversas ciências, de forma a garantir que a intervenção pública na atividade privada seja o mais precisa, oportuna e adequada possível, tendo em conta, sobretudo, os riscos inerentes à modificação forçada (pela via legal) de situações que resultaram de um processo secular natural de evolução e adaptação, como é o caso das relações mercantis e de caráter económico desenvolvidas entre privados ao longo da história.

Como pudemos observar, muitos destes processos de conversão de recomendações e de disposições éticas em normas jurídicas, precisamente nesses momentos de grande alarme social que caracterizam as crises económicas, não têm vindo a mostrar-se eficazes para impedir a verificação das crises cíclicas típicas do capitalismo (para além, dos riscos inerentes a uma produção legislativa motivada por pressões político-sociais, em detrimento da ponderada criação jurídica assente numa sólida análise científica multidisciplinar).

Os dados histórico-económicos e legislativos recolhidos permitiram-nos observar que as intervenções jurídicas ao nível do *Corporate Governance* têm vindo a servir-se das crises empresariais para restringir a desejada autonomia privada dos agentes económicos, princípio constituinte dos estados de direito democráticos, que pretende

que os cidadãos possam gerir a sua propriedade e os seus direitos com uma margem de liberdade suficiente para desenvolverem ao máximo as suas capacidades e realizarem os seus projetos empresariais individuais de uma forma responsável, conforme com a boa fé e no respeito da ordem pública.

No caso do *Corporate Governance* em particular, vemos como absolutamente necessária a conjugação numa fase pré-legislativa dos resultados obtidos, não apenas no âmbito das Ciências Jurídicas, mas também de outras disciplinas, nomeadamente da Economia, da História, da Psicologia comportamental, da Sociologia e da Filosofia política, no sentido de tentar perceber em que medida a correção dos "desvios individualistas" devem ser corrigidos pelo "Estado forte" que nos propunha Hobbes[45].

Emana da nossa análise a perceção da necessidade de que os legisladores internacionais se afastem, ao máximo, do intervencionismo económico decorrente do sensacionalismo mediático e fundem a sua atuação corretora das insuficiências da autorregulação mercantil apenas perante evidências claras e cientificamente comprováveis, de possíveis ameaças da ordem social e económica por parte dos privados. Caso contrário, estaremos, por um lado, a afastar-nos de princípios fundamentais subjacentes ao Direito, em particular o da Autonomia Privada e da Segurança Jurídica e, por outro lado, a aproximar-nos dos indesejáveis regimes políticos dirigistas, paternalistas e totalitários, que nada de benéfico têm vindo a trazer para o desenvolvimento de sociedades justas e promotoras do desenvolvimento do talento pessoal e capacidade de trabalho própria de cada indivíduo.

O nosso entendimento é, aliás, coincidente com a orientação oferecida por Hopt sobre a forma como deverá ser abordado o Direito (nomeadamente o Direito da União Europeia) nestas áreas, quando afirma que "[a]*ny step to more European law in the before-mentioned core areas should not only be left to the forces or deadlocks of political compromise, but in order to be really useful will need to be addressed in a careful, ongoing, policy-oriented, economic and comparative law discussion*". Esta é também a direção apontada pelos mais recentes Princípios de *Corporate Governance* da OCDE onde se afirma que "[C]aso sejam necessárias novas leis e regulamentações, nomeadamente para lidar com casos óbvios de imperfeições do mercado, estas devem ser concebidas de forma a que torne possível a sua implementação e aplicação de forma eficiente e equânime […] [d]e modo a evitar o excesso de regulamentação, leis inaplicáveis e consequências não intencionais que possam impedir ou distorcer a dinâmica do negócio, as medidas políticas devem ser concebidas tendo em consideração os seus custos e benefícios globais".

NOTAS

[1] V. https://www.un.org/sustainabledevelopment/sustainable-development-goals/

[2] Aliás, privilegiamos aqui a designação "Direito Empresarial" (no sentido da expressão inglesa "Business Law") face à maior amplitude e interdisciplinaridade subjacente a esta, relativamente a outras designações tradicionais, mais apegadas à contextualização do Direito Comercial e das Sociedades Comerciais no âmbito jus-privatístico. Pela mesmo motivo, referimo-nos ao conceito de "empresa" na sua acepção mais ampla, independentemente, por isso, da concreta forma jurídica da pessoa coletiva, seguindo, deste modo, a tendência internacional no tratamento desta matéria.

[3] Outras designações que vêm sendo usadas com o mesmo significado em português incluem: Governação das Sociedades, Governança Corporativa ou (Bom) Governo Corporativo. No entanto, a generalização doutrinal do uso da expressão original, juntamente com as razões históricas que foram dando conteúdos cada vez mais amplos à expressão *Corporate Governance*, levam-nos a considerar preferível o uso desta última.

[4] Sobre este papel impulsionador de reformas desempenhado pelos escândalos, Câmara et al. (2008: 12) vinham já afirmar "à parte da evidente – e não pouco importante – mediatização e popularização do tema da governação [o legado dos escândalos] decanta-se numa constelação de célebres decisões judiciais (…) de documentos de reflexão e, em consequência, de medidas legislativas".

[5] V. Howard (1933: 11), onde se refere que a figura da Sociedade Anónima, que veio a abrir as portas à criação das grandes sociedades com ações cotadas em mercados de valores, tinha sido inicialmente consagrada legalmente, pela primeira vez, no "*Code de Commerce*" francês de 1807 com o nome de "*Société Anonyme*". No entanto, salienta aquele estudo que, no modelo francês inicial, era ainda necessária a obtenção de uma autorização governamental para a sua constituição, pois o registo livre deste tipo de sociedade em França só passaria a ser possível a partir de 1867, por intermédio da *Loi Sur les Societés*. Alguns anos antes porém, em Inglaterra, o *Joint Stock Companies Act* de 1844 já admitira a possibilidade de constituição (*incorporation) daquele tipo societário sem necessidade de autorização pública. A esta prorrogativa veio ainda a ser acrescentado o regime de responsabilidade limitada dos sócios em 1855 e 1856, respectivamente, pelo Limited Liability Act e pelo Joint Stock Companies Act, ficando depois também consagrado no Companies Act de 1862*. No início, porém, a responsabilidade limitada dos sócios era de aplicação apenas para empresas com mais de vinte e cinco acionistas e não se incluíam as companhias de seguros.

[6] V. Roe (1994: 4), "*Dispersed shareholders and concentrated management became the quintessential characteristics of the large American firm*".

[7] Uma importante contribuição para este desenvolvimento foi dada pelos múltiplos investimentos realizados por empresas inglesas, especialmente a partir da década de setenta do século XIX – V. Fellman, Kuusterä e Vaara (2008: 7).

[8] V. Comisión Nacional del Mercado de Valores (2003: 7).

[9] Saliente-se que este tipo de problemas tinha já sido identificado, cerca de dois séculos antes de Berle e Means, por Adam Smith na sua obra de 1776, na qual aquele ilustre economista assinalava que "*The trade of a joint-stock company is always managed by a court of directors […]The directors of such companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master's honour, and very easily give themselves a dispensation from having it*" (Smith, 1904 [1776]). Uma frase que, segundo Klaus Hopt (2011: 3), encerra em si a essência do *Corporate Governance.*

[10] V. Roe (1991), onde se salienta que há, inclusivamente, um desincentivo ao exercício deste tipo de tarefa de monitorização, devido à particular exposição à responsabilidade a que ficam sujeitos aqueles que exercem essas tarefas que, no final, servem a todos os outros accionistas passivos (*free-riders*).

[11] A este respeito concluem estes autores afirmando que: "*This third alternative offers a wholly new concept of corporate activity. Neither the claims of ownership nor those of control can stand against the paramount interests of the community*".

[12] A receptividade por parte do legislador norte-americano seria ainda reforçada após a revelação, em 1932, de uma enorme fraude contabilística na multinacional *Kreuger & Toll, Inc.*, a sociedade que, nessa época, apresentava a maior dispersão de capital a nível mundial. As investigações a este caso vieram a reve-

lar que aquela multinacional, de aparente sucesso, não era mais do que um enorme esquema de fraude piramidal em que as declarações financeiras eram forjadas com a complacência dos auditores.

[13] Esta nova legislação surgia já fundada no princípio de total transparência da informação empresarial ("*full and fair disclosure*") e passou nomeadamente a exigir que todas as sociedades cotadas submetessem as suas contas a revisão por auditores externos. Esta classe profissional em particular, por sua vez, e no seguimento das recomendações de Berle e Means, viria a ser sujeita a um regime de maior controlo e responsabilidade pela não detecção de falsidades ou erros nos estados financeiros dos clientes (*Securities Act of 1933, Sec. 11 – Civil liabilities on account of false registration statement*).

[14] Neste caso, a auditoria realizada pela *Price Waterhouse & Co.* não foi suficiente para impedir a apresentação de lucros falsos de 20 milhões de dólares, ainda que a sociedade de auditoria viesse a ser absolvida, por não ter ficado provado que tivesse podido detectar a fraude. Este caso e o da Kreuger & Toll são consideradas as duas maiores e mais notórias fraudes do século XX (Clikeman, 2003: 1-6).

[15] Entre eles, a descoberta de subornos realizados por empresas norteamericanas a funcionários públicos estrangeiros (Jackson, 2004: 1-8). Alguns dos mais destacados escândalos verificados nos EUA nesta época foram o colapso da Westec (1965) e do National Student Marketing (1969), a falência da Penn Central, do Four Seasons Nursing Centers (ambos em 1970) e a da Stirling Homex (1972) e da Equity Funding (1973). Sobre o caso *Stirling Homex*, v. Needles & Powers (2003: 5).

[16] O mesmo *chairman* da SEC advertia em 1978 que um terço de todos os lucros declarados por empresas eram lucros fictícios, inflacionados e resultantes de procedimentos contabilísticos obsoletos.

[17] Watts & Zimmerman (1983: 614) reforçariam ainda mais essa ideia num estudo em que analisam a evolução da auditoria ao longo da história empresarial e onde verificam o papel crucial daquela para a monitorização do desempenho dos gestores e para a redução dos incentivos aos comportamentos oportunistas por parte destes. Para um aprofundamento deste tema, V. ainda Fama (1980: 288-307), Fama & Jensen (1983: 304), Laura, Camm & Moore (2000: 68-71). V. também um dos artigos de maior influênica nas correntes económicas da época – Coase (1960: 26-27).

[18] Nomeadamente mediante o reforço dos mecanismos de supervisão externa dos administradores, como a auditoria (Jensen & Meckling, 1976: 338-339).

[19] A racionalidade limitada e os comportamentos oportunistas (no contexto da teoria dos custos de transação) têm vindo a ser estudados e confirmados, por diversos estudos económicos, como duas das características presentes no comportamento humano. Para um maior aprofundamento, v. Prentice (2000: 133 e ss). Sobre a racionalidade limitada, ver ainda Mata (2013: 252 e ss.), onde se afirma que, apesar de os agentes económicos agirem de forma racional, existem limites "quanto à sua capacidade de processar informação e de usar essa informação para tomar as decisões".

[20] V. Skeel (2006: 143), onde se assinala que o *insider trading* e outras condutas fraudulentas vinham sendo previstas e proibidas desde o *Securities Exchange Act* de 1934 nos EUA. Para um aprofundamento da noção de corrupção no sector privado, V., por todos, Carbajo Cascón (2012: 301).

[21] Em concreto nos relatórios e recomendações da *Securities and Exchange Commission*, no âmbito da discussão em curso na altura sobre a implementação de normas de âmbito federal orientadas à melhoria da qualidade da informação societária transmitida aos investidores, perante a controvérsia em torno do tratamento de privilégio concedido pela legislação societária do Estado de Delaware (sede da maioria das sociedades cotadas norte-americanas) aos interesses dos administradores em detrimento dos acionistas. V. U. S. Securities and Exchange Commission (1978: 15).

[22] Daqui em diante "Cadbury Report".

[23] "*Corporate governance is, to a large extent, a set of mechanisms through which outside investors protect themselves against expropriation by the insiders*" (La Porta et al., 2000: 4).

[24] "*Corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment*" (Shleifer & Vishny, 1997: 737).

[25] No mesmo sentido, Cadbury (2003) – "*Corporate governance is a process, not a state*".

[26] V. Roe (1991: 10) – "*the public corporation is as much a political adaptation as an economic or technological necessity*".

[27] V. Cadbury (2003), *Corporate governance and Development: "In its broadest sense, corporate governance is concerned with*

holding the balance between economic and social goals and between individual and communal goals. The governance framework is there to encourage the efficient use of resources and equally to require accountability for the stewardship of those resources. The aim is to align as nearly as possible the interests of individuals, of corporations, and of society".

[28] O ALI tinha já uma longa tradição no tratamento de problemas de diversas áreas que necessitavam de tratamento legislativo. Os seus estudos costumavam contar com a participação dos mais ilustres juristas norteamericanos ligados às áreas do Direito das Sociedades e da Gestão de Empresas.

[29] V. *Principles of CG, ALI, presidents forward XVII*, num memorando apresentado ao Conselho do ALI, Wechsler exprimia-se nos seguintes termos: "*The dominant view, which I share, was in any event that the emphasis should be upon the study of discrete problems such, for example, as the standard governing the fiduciary obligations of directors, the structure of corporate boards, the relationships among directors, management and shareholders, the obligation of majority to minority interests, access to information, and the like-both as problems currently arising in the course of litigation and as possible areas for legislative clarification or change*".

[30] V. Cadbury Report, cit. (1992), p. 36, 5.1. e o Appendix 5 e 6: no primeiro (5) é feita uma revisão de toda a legislação vigente na época em matérias relacionadas com o *Corporate governance* e no segundo (6) faz-se uma análise do caso *Caparo*, que viria a constituir a referência jurisprudencial para o tema da auditoria no Reino Unido.

[31] V. Calder (2008: 4). O "*comply or explain*" poderá entender-se como uma técnica que visa promover o seguimento de determinadas condutas consideradas como benéficas para o bom governo empresarial, sem interferir demasiado na autonomia privada em situações que possam ser consideradas como admissíveis no contexto da prossecução de objetivos empresariais legítimos e não contrários, por exemplo, aos princípios da boa fé ou da ordem pública.

[32] Sobre o alcance actual do princípio de "*comply and explain*" no Reino Unido, v. Financial Reporting Council (2012).

[33] V. *supra*. 2.5.2. onde são apresentados esses três estudos.

[34] Os Princípios da OCDE apresentam-se divididos em seis capítulos: I) Assegurar a base para um enquadramento efetivo do governo das sociedades; II) Os direitos e o tratamento paritário dos acionistas e as funções principais da propriedade; III) Investidores institucionais, mercados e ações e outros intermediários; IV) O papel dos *stakeholders*; V) Divulgação de informação e transparência; e VI) As responsabilidades do conselho.

[35] Neste sentido, v., Princípio I, B, OCDE (2015) quando se salienta: "Embora tais códigos desempenhem um papel importante na melhoria das modalidades de governo das sociedades, estes podem causar uma certa incerteza junto dos acionistas e de outras partes interessadas quanto ao seu estatuto e implementação. Quando os códigos e princípios são utilizados como padrão nacional ou como complemento às disposições legais ou regulamentares, a credibilidade do mercado exige que o seu estatuto em termos de cobertura, implementação, cumprimento e sanções seja claramente especificado".

[36] A Enron foi uma empresa fundada em 1985 nos EUA, cuja atividade inicial consistia no transporte de gás. Mais tarde, na sequência de um amplo processo de diversificação passaria a dedicar-se também à negociação de energia elétrica, carvão, aço, água, produção de papel e de redes de cabos de fibra óptica. Desde os inícios dos anos noventa até 1998, as ações da Enron valorizaram-se 311%, e, nos dois anos que se seguiram, o seu valor teve um crescimento de 56% (em 1999) e de 87% (no ano 2000). A expansão da Enron, tanto ao nível interno como internacional, tinha impressionado os mercados, provocando uma euforia na compra das suas ações. No entanto, por detrás de todo aquele crescimento, sobretudo nos anos que antecederam os escândalos, encontravam-se estratégias de gestão que incluíam a manipulação dos dados financeiros da empresa com o objetivo de ocultar a verdadeira realidade patrimonial do grupo e inflacionar os lucros (Healy & Palepu, 2003: 3-26).

[37] Muitas das reformas que estavam pendentes de iniciativa legislativa há vários anos só puderam ser implementadas na sequência da Enron.

[38] Nos EUA a autorregulação pelas ordens profissionais, designadamente pelo *American Institute of Accountants* (que mais tarde viria a designar-se *American Institute of Certified Public Accountants* – AICPA) foi, durante muito tempo, uma forma de a profissão evitar a intervenção imperativa da SEC. O AICPA vem, assim, sendo responsável pela produção de normas técnicas uniformes, de seguimento obrigatório para todos os auditores que realizassem auditorias nos EUA, as quais viriam a constituir os *Generally Accepted Auditing Standars* (GAAS). Inicialmente, estas normas incidiam em particular na questão da nomeação do auditor e na

condução dos processos de auditoria, nomeadamente quanto ao nível de confiança que deveria ser depositado pelos auditores nos registos contabilísticos dos seus clientes. Complementarmente seriam aprovadas, em 1939, pela SEC novas normas (*Trust Indenture Act*) que exigiam que o auditor mencionasse, no seu relatório, o alcance da auditoria realizada e se a mesma tinha sido realizada completamente em conformidade com aqueles procedimentos técnicos.

[39] A possível insuficiência da autorregulação profissional da auditoria tinha sido já uma das conclusões do *Metcalf subcommittee*, onde se evidenciava o facto de a elaboração dessas normas vir sendo controlada pelas Big 8, as quais, segundo aquele comité, não teriam a necessária objetividade para essa tarefa reguladora. V. Shank & Murdock (1978: 834). V. ainda Newman (1981: 247).

[40] Para um aprofundamento das causas que levaram à queda da Enron, por todos, V. Hopt (2003: 221 e ss). V. Ainda Gordon (2002: 1233 e ss.) e Kaplan (2004: 363 e ss.) V. Coffee Jr (2002: 1403-1420). V. Coffee Jr (2003: 269-309). V. Bratton (2002: 1276-82).

[41] Neste sentido, v. Deakin e Konzelmann (2006: 155, 156).

[42] Para uma perspetiva geral sobre o início da crise, v. Kirkpatrick (2009).

[43] A OCDE foi das organizações internacionais a que mais rapidamente reagiu à crise económica mundial pondo em marcha um conjunto de estudos no sentido de apurar as possíveis falhas ao nível do *Corporate Governance*. O resultado destes estudos veio a ser apresentado em três fases e foi decisivo para a tomada de iniciativas legislativas por parte dos diversos governos e da UE em particular. Os estudos tornados públicos por este organismo foram os seguintes: (1) Grant Kirkpatrick (2009: 51-77); (2) OCDE (2009); e (3) OCDE (2010), onde se apresentam as recomendações finais da OCDE que, mais tarde, viriam a servir de base para a revisão dos Princípios apresentada em 2015 (v. *infra* 3.6.2.) Os três estudos estão disponíveis em: www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceandthefinancialcrisis.htm.

[44] Estes objetivos são enquadráveis em três linhas principais de atuação: (1) Aumentar a transparência da informação empresarial relativa à governação; (2) Fomentar a participação dos acionistas; e (3) Apoiar o crescimento e a competitividade das empresas. Para uma visão completa deste *Action Plan* e das diversas reformas que têm vindo a ser preparadas e apresentadas ao nível da UE nas demais áreas do *Corporate Governance* que não constituem objeto do presente estudo, v. por todos, Hopt (2015: 139 e ss).

[45] V. Dias de Carvalho (2012: 142-143), onde se analisa e confronta aquela visão de Hobbes com as posições de Locke e Rawls relativamente aos papéis do Estado, tanto ao nível da garantia social democrática (Estado providência), como da proteção da propriedade individual e da autonomia privada. Uma conciliação de interesses que o autor vem apelidar de "terceira via, contra o socialismo de Estado e o capitalismo tradicional".

BIBLIOGRAFIA

Allen, D. G.; K. McDermott (1993), *Accounting for success: a history of Price Waterhouse in America, 1890-1990*, Boston: Harvard Business School Press.

Berle, Adolf; Means, Gardiner (1932), *The Modern Corporation and Private Property* (1.st ed), New York: Commerce Clearing House.

Bratton, William W. (2002), "Enron and the Dark Side of Shareholder Value", in *Tulane Law Review*, 76, pp. 1275-1361.

Cadbury, Adrian (2003), "Foreword", in Stijn Claessens, *Corporate Governance and Development*. *Corporate Governance*, 2003, pp. V-VII.

Cadbury Report (1992), *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, London: Gee [Consult. a 06/09/2018]. Disponível em:

Calder, Alan (2008), *Corporate Governance: A Practical Guide to the Legal Frameworks and International Codes of Practice*, London: Kogan Page.

Câmara, Paulo (2008), "O Governo das Sociedades e a Reforma do Código das Sociedades Comerciais", in Paulo Câmara, Rui de Oliveira Neves, André Figueiredo, António Fernandes de Oliveira e José Ferreira Gomes, *Código das Sociedades Comerciais e Governo das Sociedades*, Coimbra: Almedina, pp. 12.

Carbajo Cascón, Fernando (2012), "Corrupción en el sector privado (i): La corrupción privada y el Derecho Privado Patrimonial", in *Iustitia*, 10, n. Diciembre, pp. 281-342. http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf

Clarke, Thomas (2004), *Theories of corporate governance: the philosophical foundations of corporate governance*, London/New York: Routledge.

Clikeman, Paul M. (2003), "The Greatest Frauds of the (Last) Century", *in New Accountant* [Consult. a 06/09/2018]. Disponível em: http://www.newaccountantusa.com/default.html.

Coase, Ronald H. (1960), "The Problem of Social Cost", in *The journal of Law and Economics*, 3, pp. 1-44.

Coffee Jr, John. C. (2002), "Understanding Enron: It's about the gatekeepers, stupid", in *The Business Lawyer*, 57, pp. 1403-1420.

___ (2003), "What Caused Enron – A Capsule Social and Economic History of the 1990s", in *Cornell L. Rev.* 89 (2003), pp. 269-309.

___ (2004), "Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms", in *Boston University Law Review*, 84 (301), pp. 301-364.

___ (2006), *Gatekeepers – the professions and corporate governance*, 1.st ed., Oxford: Oxford University Press.

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (2003) [Consult. a 06/09/2018]. Disponível em: https://www.cnmv.es/.

Coutinho de Abreu, Jorge Manuel (2010), *Governação das Sociedades Comerciais*, 2.ª ed., Coimbra: Almedina.

Deakin, Simon; Konzelmann, Suzanne J. (2006), "Corporate Governance after Enron: An Age of Enlightenment", in John Armour & Joseph A. McCahery (eds.), *After Enron, Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US*, Oxford: Hart.

Dias de Carvalho, Adalberto (2012), *Antropologia da Exclusão ou o Exílio da Condição Humana*, Porto: Porto Editora.

EUR-LEX (2012), *Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões, Plano de ação: Direito das sociedades europeu e governo das sociedades – um quadro jurídico moderno com vista a uma maior participação dos acionistas e a sustentabilidade das empresas* [Consult. a 06/09/2018]. Disponível em: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/ALL/?uri=CELEX%3A52012DC0740

Fama, Eugene F. (1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm", in *Journal of Political Economy*, 88 (2), pp. 288-307.

Fama, Eugene F.; Jensen, Michael C. (1983), "Separation of Ownership and Control", in *Journal of Law and Economics*, 26 (2), pp. 301-325.

Fellman, Susanna; Kuusterä, Antti; Vaara, Eero (2008), "Historical perspectives on corporate governance: reflections on ownership, participation and different modes of organizing", in Susanna Fellman, Antti Kuusterä & Eero Vaara (eds.), *Commentationes scientiarum socialium,* Vammala: The Finnish Society of Science and Letters, p. 7.

Ferris, Stephen P. (2008), "European Corporate Governance Codes: An Empirical Analysis of Their Content, Variability and Convergence", in *Corporate Governance*, pp. 1-26 [Consult. a 06/09/2018]. Disponível em: http://ronald.cori.missouri.edu/cori/www/pages/seminars/Cicon-Ferris-08.pdf.

FINANCIAL REPORTING COUNCIL (2012), *What constitutes an explanation under «comply or explain»?* [Consult. a 06/09/2018]. Disponível em: https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/What-constitutes-an-explanation-under-comply-or-ex.pdf.

___ (2016), *The UK corporate governance code* [Consult. a 06/09/2018]. Disponível em: https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-April-2016.pdf.

Frentrop, Paul (2003), *A history of Corporate Governance 1602-2002*, Amsterdam: Collection of the Westfries Museum.

Gilson, J.; Kraakman, Reinier (2006), "The Mechanisms of Market efficiency twenty years later", in John Armour & Joseph A. McCahery (eds.), *After Enron, Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US*, Oxford: Hart.

Gordon, Jeffrey N. (2002), "What Enron Means for the Management and Control of the Modern Business Corporation: Some Initial Reflections", in *University of Chicago Law Review*, 69, pp. 1233-1250.

Healy, Paul M.; Palepu, Krishna G. (2003), "The Fall of Enron", in *The Journal of Economic Perspectives*, 17 (2), pp. 3-26.

Hopt, Klaus J. (2003), "Modern Company and Capital Market Problems: Improving European Corporate Governance After Enron", in *Journal of Corporate Law Studies*, 3 (2), pp. 221-268.

___ (2011), *Comparative corporate governance: The state of the art and international regulation*. *ECGI Working Paper Series in Law*, Brussels: European Corporate Governance Institute.

___ (2015), "Corporate Governance in Europe – A Critical Review of the European Commission's Initiatives on Corporate Law and Corporate Governance", in *Journal of Law & Business*, 12 (1), pp. 139-213.

Howard, Stanley E. (1933), "The Société Anonyme: From Joint Account to Business Corporation", in *The Accounting Review*, 8 (1), pp. 11-21.

Jackson, Steven R. (2004), "The Impact Of Accounting Scandals On Accounting Students", *Journal of Business*, 2 (6), pp. 1-8.

Jensen, Michael C.; Meckling, William H. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", in *Journal of Finanical Economics*, 3 (4), pp. 305-360.

Kaplan, Richard L. (2004), "The Mother of All Conflicts: Auditors and Their Clients", in *Journal of Corporation Law*, 29 (2), pp. 363-383.

Ketz, J. E. (2003), *Hidden Financial Risk: Understanding Off-Balance Sheet Accounting*, New Jersey: John Wiley & Sons Inc.

Kirkpatrick, Grant (2009), "The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis", in *Financial Market Trends*, vol. 2009 (1), pp. 61-87.

La Porta, Rafael; Lopez-de-silanes, Florencio; Shleifer, Andrei; Vishny, Robert (2000), "Investor protection and corporate governance", in *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 3-27.

Laura, H.; Camm, Frank, e Moore Nancy Y. (2000), *Alchian, Armen A., and Harold Demsetz, "Production, Information Costs, and Economic Organization*, 20, 1, pp. 68-71.

Mallin, Christine A. (2007), *Corporate Governance*, Second, Oxford: Oxford University Press.

Mata, José (2013), *Economia da Empresa*, 8.ª ed., Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian.

Needles, Belverd; Powers, Marian (2003), "Teaching a User Approach to the Operating Activities Section of the Statement of Cash Flows: Focus on the Cash Flow Yield Ratio", in *Communicator – American Accounting Association*, Spring 2003, pp. 5-9 [Consult. a 06/09/2018]. Disponível em: http://aaahq.org/Portals/0/documents/segments/TYC/Spring2003.pdf.

Newman, D. Paul (1981), "An Investigation of the Distribution of Power in the APB and FASB", in *Journal of Accounting Research*, 19 (1), pp. 247-262.

OCDE (2006), *Methodology for Assessing Implementation of the OECD Principles on Corporate Governance* [Consult. a 06/09/2018]. Disponível em: www.oecd.org/dataoecd/58/12/37776417.pdf.

___ (2009), *Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages*, Paris: OECD Steering Group on Corporate Governance.

___ (2010), *Corporate Governance and the Financial Crisis – Comclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles* [Consult. a 06/09/2018]. Disponível em: http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceandthefinancialcrisis.htm

___ (2015), *Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE*, Paris: Ed. OCDE.

Plessis, J. J. Du; Grossfeld, Bernhard; Luttermann, Claus (2007), *German Corporate Governance in International and European Context*, Berlin Heidelberg: Springer.

Prentice, Robert (2000), "The case of irrational auditor: a behavioral insight into securities fraud litigation", in *Northwestern University Law Review*, 95 (1), pp. 133-220.

Roe, Mark J. (1991), "A political theory of American Corporate Finance", in *Columbia Law Review*, 91 (10), pp. 10-67.

___ (1994), *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton: Princeton University Press.

Shank, John K.; Murdock, Richard J. (1978), "Comparability in the Application of Reporting Standards: Some Further Evidence", in *The Accounting Review*, 53 (4), pp. 824-835.

Shleifer A.; Vishny, R. (1997), "A Survey of Corporate Governance", in *The Journal of Finance* LII, 2 (2), pp. 737-783.

Skeel Jr., David A. (2006), "Icarus and American Corporate Regulation", in John Armour & Joseph A. McCahery (eds.), *After Enron, Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US*, Oxford: Hart, pp. 155-177.

Sigler, Jay A.; Murphy, Joseph E. (eds.) (1991), *Corporate lawbreaking and interactive compliance: resolving the regulation-deregulation dichotomy*, New York: Quorum Books.

Smith, Adam (1904 [1776]), *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, London: Methuen & Co. [Consult. a 06/09/2018]. Disponível em http://www.econlib.org/library/Smith/smWN.html.

Tamaki, Rintaro (2015), *The new G20 / OECD Principles of Corporate Governance*, Keynote address by Deputy Secretary-General Rintaro Tamaki to the Italy Corporate Governance Conference, Milan, 4 December 2015 [Consult. a 06/09/2018]. Disponível em: https://www.oecd.org/corporate/DSG-Tamaki-CG-speech-4Dec2015.pdf

UNITED NATIONS (s/d), *Sustainable Development Goals* [Consult. a 06/09/2018]. Disponível em: https://www.un.org/sustainabledevelopment/sustainable-development-goals/

U. S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (1978*), 44th Annual Report of the Sec for the Fiscal Year Ended September*, Washington: Securities and Exchange Commission.

Watts, Ross L.; Zimmerman, Jerold L. (1983), "Agency Problems, Auditing, and the Theory of the Firm: Some Evidence", in *The Journal of Law and Economics*, 26 (3), pp. 613-633.